

Les théories de la dette publique

Denis Clerc
Alternatives Economiques Hors-série n° 091 - décembre 2011

Les économistes se disputent sur la nécessité de recourir à l'emprunt public. Levier de développement efficace pour les uns, il représente un vice inefficace des Etats pour les autres.

Aux yeux des économistes, il existe une grande différence entre les dettes publiques et les dettes privées, que ces dernières soient contractées par les ménages ou par les entreprises. Dans ce dernier cas, en effet, la capacité de remboursement des emprunteurs dépend de l'évolution de leurs revenus, lesquels, dans une économie de marché, peuvent fortement fluctuer. S'ils diminuent ou disparaissent (faillite) et si les garanties exigées lors du prêt se révèlent sans valeur suffisante, le créancier n'a alors plus que ses yeux pour pleurer. Et cette probabilité est loin d'être nulle. Ainsi en France, 230 000 ménages ont déposé des dossiers de surendettement en 2010 et 50 000 entreprises se sont déclarées en cessation de paiement.

En revanche, un Etat a toujours la possibilité d'augmenter les impôts ou, au pire, de recourir à la planche à billets pour honorer ses engagements, du moins ses engagements intérieurs [1]. Pourtant, des Etats ont fait défaut, partiellement ou totalement, sur leur dette intérieure à 42 occasions entre 1970 et 2008, selon Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff [2]. Certes, il s'est toujours agi de pays en voie de développement et aux capacités financières limitées. Mais la crise actuelle de la zone euro - et l'histoire - montre que la dette publique de pays développés peut également être génératrice de risques. Tant pour les créanciers craignant d'être spoliés que pour les débiteurs, sommés de se serrer la ceinture. Recourir à l'endettement est-il, pour un Etat, un levier de développement, une prise de risque excessive ou un aveu d'échec ?

Un levier de croissance pour Keynes

L'approche keynésienne penche incontestablement vers la première hypothèse, celle du levier de développement. Ou, plus exactement, de la régularisation de l'activité économique. Car il arrive que la demande effective (c'est-à-dire l'ensemble des dépenses d'investissement et de consommation que les agents décident d'effectuer) se situe au-dessous de ce qui serait nécessaire pour assurer le plein-emploi. Et cela arrive même assez souvent, estimait John Maynard Keynes, lorsque l'épargne tend à excéder le montant des investissements prévus. Un processus de contraction de l'activité se met alors en marche, qui aboutit inévitablement à un accroissement du chômage. La responsabilité de l'Etat est alors de faire échec à ce processus, soit en injectant un supplément de demande publique, en substitution à l'insuffisance de demande privée, soit en réduisant les impôts de manière à stimuler la demande privée.

Mais dans les deux cas, le but visé engendrera un déficit public, financé par un endettement. Même si Keynes estimait préférable que l'emprunt serve à financer des dépenses utiles, il avançait que *"même inutiles, les dépenses sur fonds d'emprunt peuvent enrichir en définitive la communauté"*. Et de citer en exemples *" la construction de pyramides"* ou le fait de *" creuser dans le sol des trous connus sous le nom de mines d'or, solution qui non seulement ne saurait ajouter quoi que ce soit à la richesse*

réelle du monde, mais qui encore engendre du travail inutile".

Il allait même jusqu'à imaginer que, si la banque centrale *"était disposée à emplir de billets de banque des vieilles bouteilles, à les enfouir à des profondeurs convenables dans des mines désaffectées qui seraient ensuite comblées avec des détritus urbains, et à autoriser l'entreprise privée à extraire de nouveau les billets suivant les principes éprouvés du laisser-faire (le droit d'exploiter les terrains billetifères étant, bien entendu, concédé par adjudication), le chômage pourrait disparaître et, compte tenu des répercussions, il est probable que le revenu réel de la communauté, de même que sa richesse en capital, seraient sensiblement plus élevés qu'ils ne le sont réellement"* [3].

La dette publique sous le regard des marchés

L'économiste américain Paul Krugman, évoquant la crise financière de 1997 traversée alors par les pays émergents, dénonce le fait que la liberté de mouvement des capitaux, génératrice de spéculations, a contraint ces pays à appuyer sur le frein alors qu'il leur aurait fallu appuyer sur l'accélérateur : *" Comme les attaques spéculatives ont un pouvoir d'autojustification, suivre une politique économique conforme aux principes économiques n'est pas suffisant pour garantir la confiance du marché. En fait, le besoin de gagner cette confiance peut réellement empêcher un pays de suivre des politiques qui apparaissent sensées et le forcer à en adopter d'autres qui, en temps normal, apparaîtraient perverses.* (…) *L'objectif primordial doit donc être de calmer les opinions sur le marché ; on doit satisfaire aux perceptions, aux préjugés, aux lubies du marché. Ou plutôt, on doit satisfaire à ce qu'on pense que seront les perceptions du marché. Et c'est de cette façon qu'a été brisé le pacte keynésien ; la politique économique internationale finit par avoir bien peu en commun avec l'économie "* [1]. Un diagnostic qu'il répète souvent sur son blog pour qualifier la situation actuelle.

Du côté des libéraux, le son de cloche n'est évidemment pas le même. Dans la lignée de Hayek, les plus radicaux d'entre eux voient dans le marché financier une source irremplaçable d'informations mutualisées, les prix révélant la valeur de chaque titre telle qu'elle est appréciée par les milliers d'acteurs qui s'y intéressent. Si les marchés se défient des titres d'Etat espagnols, italiens ou français, c'est que l'endettement de ces pays est excessif et nécessite une purge rigoureuse.

André Orléan, qui s'inscrit dans le courant keynésien des " conventions ", conteste radicalement cette analyse. Pour lui, nul n'est en mesure de déterminer la valeur fondamentale des titres qui circulent, même lorsqu'ils sont à revenu fixe comme les emprunts d'Etat, en raison du grand nombre de variables susceptibles d'en affecter le prix. Aussi, le mimétisme prévaut : chacun fait comme tout le monde, car chacun pense que l'ensemble des autres en savent plus que lui. La concurrence financière - c'est-à-dire les achats et ventes incessants que chacun des intervenants (*traders*, gérants de portefeuille, banques d'investissement, fonds spéculatifs, etc.) est amené à effectuer sur le marché financier en vue de maximiser ses gains - est dès lors incapable d'engendrer les contre-forces qui empêchent les prix de s'envoler ou de s'effondrer sur les marchés de biens et de services. Bulles et krachs se succèdent, alimentés non par l'irrationalité des agents, mais par la conviction que le prix de marché révèle la " vraie valeur " des titres. Alors qu'il ne fait que refléter les décisions d'agents qui, faute de savoir à quel saint se vouer, se copient ou s'influencent l'un l'autre.

La Grèce, l'Espagne ou l'Italie ont ainsi pu emprunter quasiment aux mêmes taux d'intérêt que l'Allemagne pendant des années, avant que tous leurs créditeurs ne se mettent à douter de concert de leur capacité de remboursement. Les marchés financiers ne peuvent être des baromètres, mais seulement de (mauvais) indicateurs d'opinions. Il convient donc de leur retirer le pouvoir qu'ils se sont attribué de faire ou de défaire les réputations, en particulier celles des Etats.

[1] *Pourquoi les crises reviennent toujours*, Le Seuil, 2000, p. 145.

Bref, il vaut la peine qu'un Etat s'endette, dès lors qu'il en résulte une réduction du chômage. Car alors, le surplus de revenus engendré par ces emplois nouveaux sera supérieur aux charges

supplémentaires que l'Etat se met sur le dos. Et le bien-être de l'ensemble du pays s'accroîtra davantage que l'Etat ne s'appauvrira.

Barro et les vices de l'emprunt public

C'est ce raisonnement que la " nouvelle économie classique ", en la personne de Robert Barro, un économiste américain, attaquera de front en 1974 [4]. A vrai dire, James Tobin (celui qui a proposé la fameuse taxe sur les transactions financières) avait déjà critiqué le raisonnement de Keynes, en soulignant que l'emprunt public a un coût (le montant des intérêts à verser) et que ce coût pouvait être plus élevé que la " richesse " supplémentaire issue de l'emprunt.

Barro se montre bien plus radical dans sa contestation, en utilisant un argument intergénérationnel. Les parents souhaitent transférer à leurs enfants un héritage que nulle taxe ne viendrait amoindrir. Alors, lorsqu'ils voient le déficit public se creuser, ils anticipent une prochaine montée de l'impôt pour payer les intérêts des emprunts nécessaires et assurer le remboursement à venir des emprunts en question. Dès lors, ils économisent davantage pour éviter que leurs enfants ne soient privés de ce qu'ils souhaitent leur léguer. Si bien que, *in fine*, l'effet de relance keynésien sera annulé, puisque tout emprunt public est ainsi compensé par une épargne privée supplémentaire.

Barro nuançait cependant cette conclusion, en avançant que, si la génération des parents pouvait être convaincue par les promesses des gouvernants que l'emprunt serait remboursé non par des impôts à venir mais par de moindres dépenses publiques, alors il pourrait être possible que l'effet relance fonctionne. Mais l'opinion se méfiant, à juste titre estimait Barro, des promesses des élus, ce cas de figure devait être rarissime. Et donc l'emprunt public n'avait aucune vertu, que des vices, concluait-il.

Ricardo n'était pas ricardien

Ce raisonnement fut rapidement appelé " équivalence ricardienne " en 1976 par James Buchanan (un autre économiste américain, fondateur de l'école libérale des " choix publics " et lauréat en 1986 du prix de sciences économiques de la Banque de Suède en mémoire d'Alfred Nobel). Dans un texte oublié publié en 1820, David Ricardo se posait en effet la question de savoir comment financer une dépense de guerre de 20 millions de livres. Valait-il mieux imposer aux contribuables une taxe supplémentaire de ce montant une fois pour toutes, emprunter à 5 % pendant quarante-cinq ans et donc taxer les contribuables durant cette période à hauteur de 1,2 million de livres par an (coût de l'emprunt et du remboursement), ou effectuer un emprunt perpétuel coûtant 1 million de livres chaque année et taxer les contribuables à hauteur de cette somme *ad vitam aeternam* ? Les trois solutions sont équivalentes, répondait Ricardo (qui était agent de change et maîtrisait parfaitement les calculs d'actualisation).

Mais il n'en déduisait pas pour autant que, du point de vue de l'activité économique, leurs effets étaient identiques. Car pour passer d'une neutralité fiscale (point de vue de Ricardo) à une neutralité économique (point de vue de Barro), il fallait toute une série d'hypothèses que jamais Ricardo n'a envisagées. Par exemple des anticipations rationnelles : tous les contribuables savent que, tôt ou tard, il leur faudra payer la facture de l'emprunt ; ils s'y préparent donc dès que l'emprunt est lancé, en réduisant leurs dépenses du montant exact de ce que l'impôt supplémentaire à venir leur coûtera.

Cette hypothèse est très forte et n'a jamais été prouvée de façon pragmatique. Par exemple lorsque George Bush senior, en 1992, entreprit de diminuer les prélèvements à la source de l'impôt sur le revenu aux Etats-Unis, de sorte que les contribuables disposent de davantage d'argent dans l'immédiat (mais qu'ils devraient ensuite verser lors de la régularisation annuelle si leur revenu réel n'avait pas changé d'une année sur l'autre), 43 % des contribuables concernés déclarèrent qu'ils allaient dépenser cette réduction temporaire de prélèvement public, et non l'épargner. En d'autres termes, face à une contrainte budgétaire forte, même la certitude de devoir payer demain ce que l'on ne paye pas aujourd'hui ne vous empêche pas de dépenser ce que le fisc ne vous prend pas.

Ricardo, dans son texte *Funding System*, n'a jamais prétendu que l'équivalence fiscale devait empêcher l'emprunt public. Il faisait un constat, que Barro et Buchanan ont transformé en jugement. Bref, Ricardo n'était pas ricardien, conclut [5] malicieusement le keynésien pourtant très libéral Gregory Mankiw…

Denis Clerc
Alternatives Economiques Hors-série n° 091 - décembre 2011

[...] Notes

- (1) Les engagements extérieurs étant généralement souscrits en devises, l'Etat n'a pas la possibilité d'utiliser ces armes. Sauf lorsque sa propre monnaie est une devise très utilisée, comme c'est le cas de l'euro et, surtout du dollar.
- (2) Voir *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Pearson, 2010.
- (3) Toutes ces citations proviennent de *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie.*
- (4) Dans un article célèbre, " Are Government Bonds Net Wealth ? " (" Les emprunts du Trésor créent-ils de la richesse nette ? "), paru dans le *Journal of Political Economy,* 1974, vol. 82. Une présentation de cet article par Franck Portier a été publiée dans le *Dictionnaire des grandes oeuvres économiques* chez Dalloz (2002).
- (5) *Macroéconomie,* De Boeck, 1999.